

## 高温合金和超导线材成长接力， 公司未来发展或超预期

### 核心观点：

- **事件：**公司披露2022年报，2022年实现营业收入42.27亿元（YoY+44.41%），归母净利润10.80亿元（YoY+45.65%）。
- **高速增长符合预期，业绩韧性强劲。**公司高端产品市场需求旺盛，业绩韧性强劲，2022年营收42.27亿元（YoY+44.41%），归母净利润10.80亿元（YoY+45.65%）。因规模效应显现，期间费用率下降1.5pct，其中销售费用率和管理费用率分别下行0.7和0.4pct。
- **分季度看，**公司22Q4营收9.61亿元（YoY+14.83%,QoQ-18.78%），归母净利润2.22亿元（YoY+7.76%,QoQ-27.59%）。收入同比增速平稳，环比下降较快，或与各业务季度间收入确认节奏变化有关。利润增速不及收入增速，主要系Q4管理费用环比和同比均增长迅速。
- **需求持续向好，三大业务产销能力快速增长。**高端钛材重点型号顺利交付，市场主导地位稳固，2022实现收入32.09亿（YoY+30.56%），销售量8604.28吨（YoY+26.28%），生产量9296.45吨（YoY+30.84%）。同时公司钛材在直升机、商用飞机、商用发动机、燃气轮机等方面获得了多个型号的供货资格，进一步拓展应用领域；**超导产品**外部市场需求量大增，公司通过产业化布局、自动化提升等措施扩充产能，实现收入6.23亿（YoY+160.85%），销售量1110.28吨（YoY+99.36%），生产量1018.68吨（YoY+50.68%）；**高温合金**产销量同比创历史新高，主要牌号在多个型号产品认证进展顺利，收入1.81亿（YoY+78.38%），销售量732.41吨（YoY+45.67%），生产量1167.75吨（YoY+110.52%）。
- **受原材料价格上涨和产品结构变动，毛利率同比略降。**公司全年毛利率39.45%（YoY-1.38pct），主要受到原材料价格上涨影响和产品结构变动影响。
  - 2022年原材料成本占总成本比例68.64%，提升3.28pct，其中高端钛材和高温合金原材料成本比例分别上涨2.65pct和3.96pct。22年钛材原材料海绵钛需求大增，产能紧张，而当前多家海绵钛厂家已完成扩能建设，高品质海绵钛供应紧张已得到部分缓解。另外随着俄乌局势趋于明朗，高温合金主要原材料镍价格未来异动风险降低。
  - 超导线材同比增长160.9%，占总营收比例从8.2%提升至14.7%，而毛利率30.4%，大幅低于其他业务，因而影响公司整体毛利率。
- **定增项目投产助力产能扩张，将显著提振业绩。**公司22年完成定增，建设航空航天用高性能金属材料、高性能超导线材等项目。项目建成后，公司将新增钛合金产能5050吨、高温合金产能1500吨、MRI用超导线材产能1250吨，并每年合计增加收入25.22亿，平均税后净利润5.87亿，显著增厚利润。随着项目陆续于2023-2025年竣工投产，公司将突破产能瓶颈，提升公司重大武器装备的供应保障能力。
- **投资建议：**预计公司2023至2025年归母净利润分别为14.17/17.66/21.22亿元，EPS分别为3.05/3.81/4.57元，当前股价对应PE为26/21/18x。公司分别卡位高端钛合金、高温合金、超导线材三个成长赛道，此消彼长，未来业务发展或超预期，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**公司产能扩张不及预期的风险；下游需求不及预期的风险。

## 西部超导（688122.SH）

**推荐** 维持评级

### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130515090001

华立

☎：021-20252650

✉：huali@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130516080004

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130521100001

### 市场数据

2023/3/28

A股收盘价(元)	82.76
A股一年内最高价(元)	119.95
A股一年内最低价(元)	65.02
上证指数	3251.40
市盈率(2023)	26.81
总股本(万股)	46404.61
实际流通A股(万股)	46404.61
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	384.04

### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

**表 1 主要财务指标预测**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(单位:百万元)	4,227.18	5,565.87	6,991.79	8,470.66
同比	44.41%	31.67%	25.62%	21.15%
净利润(单位:百万元)	1,079.99	1,417.41	1,766.18	2,122.15
同比	45.65%	31.24%	24.61%	20.15%
EPS(单位:元)	2.33	3.05	3.81	4.57
P/E	34.4	26.2	21.0	17.5

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

**表 2 可比公司估值情况**

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2021A	2022E/A	2023E	2024E	2021A	2022E/A	2023E	2024E
600456.SH	宝钛股份	35.47	1.18	1.40	2.01	2.58	30.00	25.38	17.68	13.75
300034.SZ	钢研高纳	38.76	0.65	0.74	1.09	1.52	60.06	52.09	35.41	25.43
600399.SH	抚顺特钢	11.75	0.40	0.20	0.50	0.65	29.38	57.57	23.50	18.02
<b>688122.SH</b>	<b>西部超导</b>	80.00	1.68	2.33	3.05	3.81	47.61	34.37	26.19	21.02
平均值(剔除公司)							<b>39.81</b>	<b>45.01</b>	<b>25.53</b>	<b>19.07</b>

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

#### 李良 制造组组长&军工行业首席分析师

证券从业 9 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森 军工行业分析师 证券从业 4 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)